

Dott. Fabio Giommoni

Dottore Commercialista - Revisore Legale

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

**VALUTAZIONE
DELL'AZIENDA DELLA SOCIETA'
S.R.L.
AVENTE AD OGGETTO L'ESERCIZIO
DELL'ATTIVITA' DI RISTORAZIONE
IN MONTECATINI TERME**

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

16 dicembre 2024

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

Via Dalmazia, 225 - 5100 PISTOIA

E-mail: fgiommoni@stsnetwork.it

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®



PAGINA LASCIATA VOLUTAMENTE BIANCA

PER ESIGENZE DI IMPAGINAZIONE



INDICE

1. PREMESSA.....	3
2. LA SOCIETÀ “XX S.R.L.”	3
2.1. Informazioni sulla Società	3
2.2. L’azienda oggetto di valutazione.....	5
2.3. Consistenza patrimoniale dell’azienda oggetto di valutazione	6
2.4. I risultati storici dell’azienda oggetto di valutazione	7
3. DEFINIZIONE DELL’INCARICO	8
3.1. Indipendenza dell’esperto.....	8
3.2. Principi di valutazione adottati	9
4. VALUTAZIONE DELL’AZIENDA	9
4.1. Oggetto e finalità della valutazione	9
4.2. Configurazione di valore, prospettiva di stima e presupposto di valutazione	10
4.3. Data di riferimento della valutazione	11
4.4. Valuta di riferimento della valutazione.....	12
4.5. Documentazione e informazioni esaminate	12
4.6. I limiti della stima.....	12
4.7. Descrizione dei principali metodi di valutazione d’azienda.....	14
4.8. La scelta del metodo di valutazione	28
4.9. Valutazione con il metodo misto patrimoniale-reddituale.....	30
4.10. Determinazione del patrimonio netto a valori correnti.....	30
4.11. Determinazione dell’avviamento	31
4.11.1. <i>La determinazione del reddito medio normale atteso.....</i>	32
4.11.2. <i>La determinazione della durata dell’avviamento</i>	35
4.11.3. <i>La determinazione del tasso di rendimento del capitale</i>	35
4.11.4. <i>Determinazione del sovrareddito.....</i>	37
4.11.5. <i>Determinazione del tasso di attualizzazione del sovrareddito</i>	37
4.11.6. <i>Attualizzazione del sovrareddito</i>	37
4.12. Determinazione del capitale economico dell’azienda.....	37
5. CONCLUSIONI.....	38



PAGINA LASCIATA VOLUTAMENTE BIANCA

PER ESIGENZE DI IMPAGINAZIONE



1. PREMESSA

Il sottoscritto Dott. Fabio Giommoni, nato a Chianciano Terme il 03.01.1971, Dottore Commercialista iscritto all'Albo dei Dottori commercialisti ed esperti contabili della Provincia di Pistoia al n. 242/A, Revisore contabile iscritto nel Registro dei Revisori Contabili al n. 120013 con D.M. 2 febbraio 2001 pubblicato in G.U. n. 13 del 13 febbraio 2001 IV Serie speciale, con studio professionale in Pistoia, Via Dalmazia n. 225,

premessso

- che i curatori della liquidazione giudiziale della società XX S.R.L., Dott.ssa Silvia Melani, Dott. Silvio Nannotti e Dott.ssa Silvia Strazzari, hanno conferito allo scrivente l'incarico di procedere alla stima del valore dell'azienda di proprietà della predetta società avente ad oggetto l'esercizio dell'attività di somministrazione di alimenti e bevande in Montecatini Terme (PT), Via Simoncini n.2/E, angolo Corso Roma;
 - che l'incarico professionale si caratterizza come "valutazione" di azienda (v. PIV 2015, III.1.1);
 - che, in conformità al principio dei PIV 2015 II.4.3, il contenuto della presente relazione e il suo grado di dettaglio sono volti a permettere ai suoi destinatari di comprendere l'intero processo valutativo adottato e di ripercorrerlo criticamente, nonché di cogliere le ragioni delle scelte compiute dal sottoscritto esperto;
- ciò premesso, il sottoscritto in esecuzione dell'incarico conferitogli, ha effettuato la valutazione richiesta, della quale dà conto nella presente relazione.

2. LA SOCIETÀ "XX S.R.L."

2.1. Informazioni sulla Società

La società "XX S.R.L." (d'ora in poi anche "XX" o la "Società"), P.Iva e C.F. XX, REA PT – XX, capitale sociale € 10.000,00, è stata costituita il 14/09/2015 e ha la propria sede legale nel Comune di Pistoia, Via Della XX, n. 28.

La Società ha come oggetto esclusivo *“l’attività e la gestione di bar, ristoranti, pubblici esercizi con somministrazione di alimenti e bevande, piano bar, tavola calda, pizzeria, wine bar, american bar, paninoteche, enoteche, gelaterie, attività di catering, intrattenimenti e svago, produzione e commercio al dettaglio e all’ingrosso di prodotti alimentari freschi e comunque conservati, cibi cotti da asporto, frutta e verdura, bevande alcoliche e superalcoliche, pasticceria fresca, gelati, generi affini e complementari; relativamente ai suddetti prodotti potrà assumere rappresentanze, agenzie, mandati in genere con o senza deposito”*.

L’organo amministrativo è rappresentato da un Amministratore unico nella figura del Sig. XX XX.

Il capitale sociale di euro 10.000,00 risulta interamente detenuto dal socio unico XX S.R.L. con sede in Comune di Pistoia, Via Della XX, n. 28.

XX fa parte di un “gruppo” formato da otto società di cui sette “operative” in quanto direttamente svolgenti attività di ristorazione, e una “capogruppo”, la XX SRL(holding), detentrica delle quote di partecipazione nelle società operative. La capogruppo XX SRL è partecipata dalle seguenti tre società:

- XX XX SRL (per il 30% del c.s.) appartenente a XX XX che riveste la carica di socio e amministratore unico;

-XX SRL (35% del c.s.) che detiene anche una quota di capitale di 1/3 dell’Hotel XX n.6.;

-XX B.V. (35% del c.s.), con sede in Belgio.

In data 06-07.03.2024 la XX ha presentato ricorso ex art. 44 e 284 CCII, prospettando l’ipotesi di aderire in via alternativa al concordato preventivo, accordo di ristrutturazione dei debiti o piano di ristrutturazione omologato.

Con decreto del 19.03.2024, il Tribunale ha accolto la “domanda di fissazione del termine”, ma entro il termine assegnato non veniva presentata alcuna proposta.

In data 15.05.2024 è stata quindi dichiarata aperta la procedura di Liquidazione Giudiziale della società XX.

2.2. L'azienda oggetto di valutazione

La XX è proprietaria di un'unica azienda di ristorazione esercitata presso un locale, detenuto in locazione, ubicato in Montecatini Terme (PT), Via Simoncini n.2/E, angolo Corso Roma n. 112 (ex "San Francisco").

Il complesso aziendale, che non comprende la parte immobiliare (in quanto condotta in locazione), è stato acquistato da XX con contratto di cessione d'azienda del 19.10.2018 dalla società XX SPA al prezzo di € 100.000,00, di cui € 95.000,00 imputati a titolo di avviamento ed € 5.000,00 per gli arredi ed attrezzature.

Il locale dove è esercitata l'azienda è stato invece acquisito mediante contratto di locazione di immobile, da ultimo rinnovato il 18.12.2023 (registrato il 25.01.2024), con i sigg. XX XX e XX XX. La durata del contratto è di anni nove, quindi con scadenza nel dicembre 2032, con possibilità di rinnovo per ulteriori 9 anni.

Il canone è di € 43.200,00 all'anno da pagarsi in rate mensili di € 3.600,00 ciascuna, con rivalutazione ISTAT.

Il ristorante è stato gestito direttamente da XX fino al 05.03.2024, sotto l'insegna "Fishing Lab", un modello innovativo di ristorazione basato su una formula originale del consumo non convenzionale del pesce crudo o cotto, attraverso il ricorso a piatti "semilavorati" realizzati presso un laboratorio centralizzato e completati nella sede del ristorante, in modo da rendere disponibile il piatto di pesce in pochi minuti e con prezzi competitivi, ma offrendo comunque materie prime e ingredienti di primissima qualità. Tale modello di ristorazione era portato avanti dal citato gruppo di imprese facente capo alla società XX S.r.l., che attraverso le società controllate gestiva il laboratorio centralizzato di produzione dei semilavorati e i vari ristoranti, principalmente posizionati in Toscana ma presenti anche in altre parti d'Italia.

A seguito delle crisi del gruppo tutte le predette società sono state poste in liquidazione giudiziale nel marzo del 2024, compresa la XX.

Prima dell'avvio della liquidazione giudiziale, con scrittura privata autenticata del 06.03.2024 l'azienda è stata concessa in affitto alla società XX Srls con sede in XX, XX n.40, che ha esercitato l'attività di ristorazione sotto

l'insegna "San Francisco Club".

Il canone di affitto di azienda era stato fissato in € 18.000,00 annui, oltre IVA con pagamento mensile di € 1.500,00, oltre Iva.

La durata dell'affitto di azienda era di mesi 30 a partire dal 06.03.2024, quindi con termine nel settembre del 2027, ma di recente la XX Srls ha comunicato di aver cessato l'attività di ristorazione avente ad oggetto il contratto di affitto in parola ed interrotto tutti rapporti di lavoro afferenti al ramo d'azienda.

Con verbale del 26 novembre 2024 l'azienda è stata riconsegnata da XX Srls alla procedura di liquidazione giudiziale di XX.

Tra le pattuizioni presenti nella scrittura privata era prevista la clausola con cui la XX Srls si impegnava, al termine dell'affitto, ad acquistare l'azienda per il prezzo di € 255.000,00, da pagare in parte con accollo del TFR dei lavoratori dipendenti. Stante la cessazione dell'attività tale impegno non verrà presumibilmente onorato.

2.3. Consistenza patrimoniale dell'azienda oggetto di valutazione

Oltre che dalla licenza commerciale rilasciata dal Comune di Montecatini Terme con numero 1747 del 08.10.2015, per la somministrazione di alimenti e bevande nei locali di Via Simoncini n.2/E, angolo Corso Roma, e dalle altre autorizzazioni necessarie per lo svolgimento dell'attività di ristorazione, l'azienda oggetto della presente valutazione è rappresentata esclusivamente dalle attrezzature, arredi, impianti, ecc., ovvero dai beni mobili strumentali per l'esercizio dell'attività presenti presso i predetti locali, che erano in uso al soggetto affittuario dell'azienda prima che questo interrompesse l'esercizio dell'attività di ristorazione.

In particolare, detti beni sono stati oggetto di inventario e di valutazione da parte di Is.Ve.G. S.r.l., sede di Pistoia, il quale ha emesso una relazione di valutazione a cui si rimanda per la descrizione analitica dei predetti beni mobili. Detta relazione è stata poi depurata dei beni di proprietà dell'ex conduttore, che, in quanto tali, non sono stati riconsegnati ai curatori fallimentari (**Allegato 1**).

Trattandosi di complesso aziendale appartenente a società assoggettata a procedura di liquidazione giudiziale il patrimonio netto è costituito solo da attività, materiali e immateriali, ovvero non comprende altri elementi dell'attivo quali crediti, disponibilità liquide, ecc., né tantomeno i debiti e le passività, che sono invece generalmente presenti in caso di valutazione di aziende appartenenti a società *in bonis*.

2.4. I risultati storici dell'azienda oggetto di valutazione

Nelle tabelle che seguono vengono sinteticamente riepilogati i dati di bilancio di XX relativi agli esercizi dal 2021 al 2023, così da poter disporre di un primo quadro generale del contesto della stima. Poiché l'azienda di proprietà di XX è stata concessa in affitto a partire dal marzo 2024, come citato in precedenza, i dati storici utilizzati nel presente lavoro si riferiscono solo fino all'anno 2023, che rappresenta l'ultimo esercizio "intero" caratterizzato dalla gestione diretta da parte della Società. Si precisa al riguardo che le rimanenze finali al 31.12.2023 sono state oggetto di stima da parte del sottoscritto, sulla base dell'andamento storico rispetto al fatturato, in quanto non imputate nel conto economico di detto anno. La tabella seguente riassume i conti economici riclassificati di XX per gli anni dal 2021 al 2023 (dati in Euro).

Conto economico	2023	2022	2021
Ricavi ristorazione	736.079,50	927.364,34	627.075,56
Costo della merce	318.717,44	500.704,13	295.257,80
Valore aggiunto	417.362,06	426.660,21	331.817,76
Costo del personale al netto distacchi	445.188,94	426.701,71	257.623,57
Primo margine	-27.826,88	-41,50	74.194,19
Costi per servizi	186.587,48	211.935,96	163.963,20
Costi per godimento beni di terzi	65.279,79	32.997,90	60.563,59
Altri costi/ricavi	-25.751,28	10.870,37	62.267,27
Margine operativo	-305.445,43	-234.104,99	-88.065,33
Interessi e imposte	6.977,60	10.189,76	11.142,82
Risultato netto	-312.423,03	-244.294,75	-99.208,15

Dall'analisi dei predetti conti economici, nonché dalle informazioni acquisite dai curatori della Società, emerge che nel corso dei predetti esercizi oggetto di analisi sono stati sostenuti da parte della Società alcuni significativi costi nei confronti di società del medesimo gruppo di imprese, i quali attengono a consulenze, canoni per utilizzo dei

marchi, marketing, distacchi del personale, ecc.

Al fine di depurare i conti economici di tali costi non direttamente attinenti all'attività di ristorazione presso il ristorante in Montecatini T., quanto piuttosto alla struttura del gruppo di cui la Società faceva parte, il sottoscritto ha provveduto a normalizzare i risultati economici della Società per i predetti anni dal 2021 al 2023.

La tabella seguente riassume i risultati reddituali normalizzati di XX per gli anni dal 2021 al 2023 (dati in Euro).

Conto economico "normalizzato"	2023	2022	2021
Ricavi ristorazione	736.079,50	927.364,34	627.075,56
Costo della merce	307.258,66	498.957,58	294.933,81
Valore aggiunto	428.820,84	428.406,76	332.141,75
Costo del personale al netto distacchi	445.188,94	418.243,21	248.291,17
Primo margine	-16.368,10	10.163,55	83.850,58
Costi per servizi	93.484,73	112.439,52	64.946,96
Costi per godimento beni di terzi	40.299,32	32.997,90	36.563,59
Altri costi/ricavi	-1.678,31	-4.323,60	452,15
Margine operativo	-151.830,46	-139.597,47	-17.207,82

Come emerge dalla tabella che precede, anche a fronte dell'attività di normalizzazione rivolta ad eliminare i costi delle transazioni infragruppo che non attengono direttamente all'attività di ristorazione, i risultati della Società sono negativi (margine operativo medio annuale negativo per € 100.000 circa), il che sta a significare che il modello di business adottato dalla XX per l'esercizio dell'attività di ristorazione non era profittevole.

3. DEFINIZIONE DELL'INCARICO

3.1. Indipendenza dell'esperto

Il sottoscritto dichiara sotto la propria responsabilità:

- che la presente valutazione viene redatta in piena indipendenza professionale e che non ha vincoli economici, patrimoniali o familiari con la Società, con i soci e/o con l'Organo Amministrativo;
- di essere consapevole dello scopo e della finalità della valutazione.
- la valutazione è stata operata nel rispetto di Principi Italiani di Valutazione (nel prosieguo "PIV") predisposti ed emanati dall'Organismo Italiano di

Valutazione (nel prosieguo “OIV”) e seguendo le “Linee Guida per la valutazione di aziende in crisi” emanate dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili;

- l’incarico è stato svolto nel rispetto dell’etica professionale in adesione al “Code of Ethical Principles for Professional Valuers” dell’IVSC (International Valuation Standard Council);
- non sussistevano alla data dell’incarico, e non sussistono alla data di sottoscrizione del presente documento, condizioni o limitazioni alla propria indipendenza;
- l’incarico è stato svolto secondo la normale diligenza professionale, così come meglio specificato nei successivi paragrafi;
- il sottoscritto è in possesso della professionalità e delle competenze tecniche richieste, come pure delle conoscenze necessarie allo svolgimento del proprio mandato;
- le informazioni, comunque acquisite, sono sufficienti a consentire l’espressione di un giudizio attendibile e prudente, nei limiti della tipologia di incarico ricevuto.

3.2. Principi di valutazione adottati

Ai fini dello svolgimento dell’incarico il sottoscritto, su base volontaria, ha applicato quando possibile i *Principi Italiani di Valutazione (PIV) 2015*, emanati dall’*Organismo Italiano di Valutazione (OIV)*.

4. VALUTAZIONE DELL’AZIENDA

4.1. Oggetto e finalità della valutazione

La presente valutazione ha per oggetto la stima del valore economico dell’azienda di ristorazione della XX esercitata in Montecatini Terme (PT), Via Simoncini n.2/E, angolo Corso Roma n. 112, al fine di fornire alla curatela della Società un valore di riferimento per l’espletamento della procedura competitiva rivolta alla cessione a terzi

dell'azienda stessa.

La prospettiva della presente stima è dunque quella della determinazione del valore economico dell'azienda.

La presente relazione, che costituisce a tutti gli effetti una opinione di valutazione ("opinion"), è redatta in conformità ai Principi Italiani di Valutazione (di seguito "PIV") predisposti dall'Organismo Italiano di Valutazione.

La stima in oggetto, attesi i Principi Italiani di Valutazione (PIV, I.4.3), si configura come una *valutazione*, ossia un giudizio sul valore che scaturisce da un processo valutativo che si sviluppa nelle seguenti fasi:

- raccolta, analisi e apprezzamento della base informativa;
- analisi dei dati consuntivi e dei dati prospettici;
- definizione delle metodologie di valutazione più adatte al caso specifico;
- esame dei principali fattori di rischio e loro traduzione in coerenti parametri valutativi;
- formulazione di un giudizio valutativo di sintesi.

4.2. Configurazione di valore, prospettiva di stima e presupposto di valutazione

La presente relazione, come osservato in precedenza, riguarda la valutazione del valore economico di un'azienda di ristorazione.

Attesa la normativa vigente, la configurazione di valore da adottare è il valore intrinseco (o valore d'uso) della predetta azienda.

Il valore intrinseco – chiamato anche valore economico del capitale nel caso di stima di aziende – esprime “*l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi*” (PIV, 2015, § I.6.8).

Il valore intrinseco riflette la realtà operativa dell'azienda o del bene oggetto di stima nelle sue condizioni correnti e non considera alcuna sinergia né miglioramento che un

terzo soggetto potrebbe riconoscere nel prezzo d'acquisto. Esprime quindi un valore "as is" che tiene conto delle condizioni aziendali correnti, con le attuali destinazioni d'uso, organizzazione, efficienza manageriale ed efficienza operativa, escludendo ogni tipo di potenzialità latente.

Nella determinazione del valore intrinseco l'esperto deve considerare la capacità di reddito corrente dell'azienda o del bene che già si stanno manifestando e le opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base di azioni e progetti in cui l'impresa già si è impegnata.

Si tratta di un valore in atto, che diversamente dal valore potenziale, esclude ogni ipotesi speciale o condizione ipotetica e si fonda su una base ragionevolmente obiettiva di assunzioni e riscontri relativamente ai principali driver di valore (PIV, 2015, § I.6.11). Si precisa, infine, che la presente valutazione si basa sul presupposto della continuazione dell'attività aziendale (principio del *going concern*).

La "opinion" che il sottoscritto emetterà consisterà in un giudizio sul valore del complesso aziendale, ma detto valore deve essere tenuto ben distinto dal prezzo che in concreto potrà essere esitato con la procedura competitiva di vendita del relativo contratto di affitto d'azienda.

Tale fondamentale distinzione è anche rinvenibile nei PIV, ove il principio "I.6.1" dispone che: "L'esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo presente da un lato le differenze tra prezzo, costo e valore; dall'altro le finalità della stima". Si precisa poi nel relativo commento al suddetto principio che: "il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione dell'attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell'attività".

4.3. Data di riferimento della valutazione

Lo scrivente ha eseguito le proprie valutazioni alla data del 30 novembre 2024.

4.4. Valuta di riferimento della valutazione

La presente relazione è stata redatta in unità di euro.

4.5. Documentazione e informazioni esaminate

L'espletamento dell'incarico ricevuto ha reso necessario raccogliere documenti e informazioni non solo dalla Società, ma anche di provenienza esterna alla stessa. In particolare, circa la documentazione prodotta dalla Società, talora si è attinto ai suoi archivi e a quelli dei curatori fallimentari che la assistono, mentre in altri casi sono stati predisposti nuovi elaborati specificamente richiesti dalla presente valutazione. Lo scrivente ha anche raccolto informazioni per proprio conto.

La documentazione e le informazioni più significative, acquisite dalla Società, aventi valenza probatoria e che concorrono alla formazione della base informativa utilizzata per l'elaborazione della presente relazione, sono di seguito elencate:

- Visura camerale storica della società "XX S.r.l.";
- Situazioni contabili della società per gli anni dal 2017 al 2023;
- Scrittura privata autenticata di affitto d'azienda del 06.03.2024;
- Contratto di locazione di immobile ad uso commerciale stipulato in data 18.12.2023;
- Relazione di inventario e di stima dei beni mobili costituenti l'azienda redatta da Is.Ve.G. S.r.l.;
- Verbale di riconsegna dell'azienda da parte dell'affittuario del 26.11.2024.

Si fa presente, in conclusione, che il materiale acquisito, oltre a quello allegato alla presente relazione, è conservato presso l'archivio del sottoscritto.

4.6. I limiti della stima

Con riferimento ai limiti della stima è necessario segnalare quanto segue:

- Le valutazioni formulate nella presente relazione sono valide unicamente per le finalità prestabilite e alla data di riferimento sopra indicata, pertanto non potranno in nessun caso essere utilizzate, in tutto o in parte, per scopi differenti da quelli propri dell'incarico ricevuto o con riferimento a date diverse;

-
- la documentazione e le informazioni fornite dai curatori della Società su richiesta dello scrivente non possono ritenersi attestata dal sottoscritto nella loro veridicità;
 - non sono state svolte procedure autonome di revisione sui dati contabili della Società, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di rischi di qualsiasi tipologia;
 - la valutazione del capitale economico della Società è condizionata dalla veridicità e dall'attendibilità dei dati economici e patrimoniali forniti al sottoscritto;
 - i dati contabili utilizzati per lo sviluppo delle metodologie di valutazione utilizzate nella presente relazione sono stati analizzati in termini di ragionevolezza e coerenza complessiva ma non è stata svolta alcuna autonoma verifica su di essi;
 - nessuna dichiarazione espressa o implicita, né alcuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza delle informazioni contenute nella relazione è dal sottoscritto resa e nulla di quanto contenuto nella relazione è o potrà considerarsi una promessa o un'indicazione sui risultati futuri della Società oggetto di valutazione;
 - qualsiasi valutazione del capitale della Società oggetto di stima effettuata in passato o resa in futuro potrebbe risultare divergente e difficilmente confrontabile con la stima del presente incarico;
 - la valutazione è stata effettuata esclusivamente sulla base dei dati forniti dai curatori dalla Società e nel presupposto della completa disponibilità degli *assets* aziendali e, pertanto, non tiene conto di alcun gravame o limitazione che possa incidere sul suo pieno utilizzo;
 - il contenuto della relazione va interpretato come stima del capitale economico della Società basata su ipotesi e criteri valutativi generalmente accettati, applicati nella fattispecie mediante le metodologie di valutazione ritenute più appropriate, nel rispetto dell'incarico ricevuto;
 - la stima è stata effettuata avendo riferimento alle condizioni economiche e di mercato attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili;
 - sono stati tenuti in considerazione solo gli eventi rilevanti noti alla data della

4.7. Descrizione dei principali metodi di valutazione d'azienda

La determinazione del valore economico di un sistema aziendale può ottenersi ricorrendo a metodologie valutative di varia natura.

I metodi di valutazione teorizzati in valutazione d'azienda sono molteplici. Tra quelli che trovano più diffusa applicazione nella prassi professionale possiamo ricordare i seguenti: *patrimoniale, reddituale, misto con stima autonoma dell'avviamento, finanziario, di mercato*. Di seguito si descrivono i principali tratti caratteristici di ciascuno di essi.

Il **metodo patrimoniale** prevede di calcolare il valore di un'azienda con riferimento alla struttura del suo patrimonio all'epoca del trasferimento. La valutazione viene effettuata mediante una stima analitica, operata a *valori correnti di sostituzione*, dei singoli elementi attivi e passivi che formano il capitale d'azienda. In altre parole, applicando il metodo in questione il valore aziendale scaturisce dalla somma algebrica dei singoli elementi patrimoniali attivi e passivi, riespressi ai suddetti valori.

Il metodo di cui si tratta presenta due versioni: quella cosiddetta semplice, che assume come base di riferimento per la stima i soli elementi contabilizzati; l'altra, nota come complessa, che considera anche il valore dei beni immateriali non contabilizzati. Le due varianti appena descritte sono solitamente rappresentate con le seguenti formule:

Metodo patrimoniale semplice:

$$V = K$$

Metodo patrimoniale complesso:

$$V = K' = K + BI$$

dove:

V = valore dell'azienda;

K = capitale netto rettificato (si valutano ai valori correnti di sostituzione i soli elementi attivi e passivi contabilizzati);

K' = capitale netto rettificato (si stimano, oltre ai componenti contabilizzati, anche i beni immateriali non contabilizzati);

BI = valori di beni immateriali non contabilizzati.

Nell'applicare il metodo patrimoniale, l'esperto deve compiere due operazioni.

La prima consiste nella revisione degli elementi attivi e passivi rilevabili dalla situazione patrimoniale di partenza. Ciò, al fine di verificare il rispetto della normativa civilistica e dei principi contabili che presiedono alla corretta redazione del bilancio di esercizio. In particolare, si tratta di individuare possibili alterazioni dei valori della suddetta situazione patrimoniale, dovute a errori nell'applicazione dei principi di valutazione o a «politiche di bilancio», che si sostanziano in sopravvalutazioni o sottovalutazioni o, ancora, nella mancata contabilizzazione di alcuni elementi, come, ad esempio, alcune poste passive. Può accadere, infatti, che gli amministratori non abbiano espresso in adeguati fondi eventuali passività potenziali come, ad esempio, quelle concernenti vertenze giudiziali in corso. In questa fase, si può, dunque, porre l'esigenza di effettuare rettifiche sui valori contabili d'origine, che modificheranno l'entità del capitale netto identificato nella situazione patrimoniale presentata dagli amministratori.

La seconda operazione consiste nella riespressione a *valori correnti di sostituzione* degli elementi patrimoniali attivi e passivi, desunti dalla precedente elaborazione, a cui eventualmente si aggiungono i valori dei beni immateriali, e nella stima della fiscalità latente. Si tratta, in altre parole, di determinare per gli elementi attivi il *costo di riacquisto* o di *riproduzione* e per gli elementi passivi il *valore corrente di rinegoziazione*. In altri termini, i valori degli elementi del capitale, determinati nella situazione contabile di partenza nel rispetto dell'art. 2426 Cod. Civ. e dei principi contabili nazionali e internazionali, in sede di stesura della perizia sono *sostituiti* con i valori correnti di sostituzione, al fine di determinare il cosiddetto *capitale netto rettificato*.

La valutazione del capitale netto rettificato (K o K'), in particolare, può essere condotta per via diretta o indiretta: nel primo caso, scaturisce immediatamente dalla somma algebrica dei valori correnti di sostituzione dei singoli elementi patrimoniali attivi e passivi; nel secondo, si ottiene, invece, con la rettifica del capitale netto contabile, al quale si aggiungono le plusvalenze patrimoniali (rettifiche positive) e sottraggono le minusvalenze patrimoniali (rettifiche negative) derivanti dalla differenza tra valori

correnti di sostituzione e valori contabili delle singole attività e passività e da oneri e benefici fiscali potenziali.

A questo punto, volendo formulare un giudizio sul metodo patrimoniale, è doveroso rilevare che esso trascura la componente economica del valore aziendale, intesa quale capacità da parte del sistema di generare redditi futuri. A tale metodo va per altro riconosciuto il merito di fare riferimento a grandezze determinabili con un buon grado di attendibilità e non difficilmente controllabili. Esso presenta, quindi, spiccate caratteristiche di obiettività e di dimostrabilità, legato com'è al solo accertamento di fatti storici o attuali. Per i suoi tipici riferimenti al mercato, è poi dotato dell'attributo della generalità o neutralità, nel senso che astrae dalle condizioni soggettive delle parti contraenti.

Con il *metodo reddituale semplice*, il valore dell'azienda viene stimato in base alla presumibile capacità di reddito futura della stessa e si ottiene per capitalizzazione del reddito medio-normale prospettico che essa è in grado di produrre. Le formula più utilizzata per il calcolo è la seguente:

$$V = R/i$$

dove:

V = valore dell'azienda;

R = reddito medio-normale prospettico;

i = costo del capitale di proprietà.

Il metodo reddituale semplice si fa apprezzare soprattutto per la sua particolare razionalità. Da tempo la dottrina italiana ha accolto il principio secondo cui il valore di un'azienda discende, in ultima analisi, dalla sua redditività. Ecco, allora, che applicando il metodo reddituale, l'azienda oggetto di trasferimento è valutata proprio e unicamente in funzione della sua capacità di produrre redditi in futuro, tenuto conto del peculiare profilo di rischio. Siccome il calcolo del valore si fonda su una grandezza riferita al futuro, di incerta determinazione, qual è appunto il reddito medio-normale prospettico, è anche vero che il metodo in parola sconta superiori margini di incertezza. Tali limiti si manifestano, poi, anche nella scelta del tasso di capitalizzazione da

applicare nella stima. Se è vero, allora, che i metodi reddituali si distinguono per una particolare razionalità di base, è altrettanto indiscutibile che da essi scaturiscano risultati di più incerta determinazione, a causa della soggettività riscontrata nella scelta dei parametri su cui si fonda il calcolo. Come risulta dalla migliore dottrina, il campo applicativo del metodo in esame è costituito dall'azienda in condizione di equilibrio economico stabile e duraturo. Vero è, infatti, che il metodo in questione, basandosi su un processo di capitalizzazione di un reddito medio, non è logicamente applicabile nei casi di situazione economiche in divenire, vale a dire "non a regime".

Il **metodo reddituale complesso** si fonda su un processo di attualizzazione. Il valore dell'azienda, in questo caso, viene determinato seguendo un processo a due stadi.

In primo luogo si effettuano le previsioni analitiche dei flussi, che investono un certo numero di anni (ad esempio 5 anni). Per questo arco di tempo si formulano previsioni puntuali dei flussi che si ritiene possano essere conseguiti. Ognuno di questi flussi (siano essi lordi o netti, secondo l'approccio *unlevered* o *levered* seguito) deve essere attualizzato o sommato agli altri, come di seguito esposto:

$$\sum_{t=1}^n R_t(1+i)^{-t} = R_1(1+i)^{-1} + R_2(1+i)^{-2} + \dots + R_n(1+i)^{-n}$$

Terminata questa operazione si passa all'attualizzazione dei flussi riferibili al periodo delle previsioni analitiche. Alla fine dell'arco di tempo considerato, tuttavia, l'azienda non cesserà di produrre flussi reddituali.

Per tale ragione si stima un valore di sintesi, il *terminal value* (valore terminale o valore finale), nel quale si dà sinteticamente conto dei flussi che si manifestano successivamente al periodo delle previsioni analitiche (ad es. dopo 5 anni). Il *terminal value*, infatti, è il valore che esprime la capacità dell'azienda di generare redditi una volta conclusosi il periodo in cui si effettuano previsioni puntuali dei flussi prospettici. Dal momento che il *terminal value* è stimato in un'ottica prospettica, anch'esso dovrà essere attualizzato per un periodo pari a quello delle previsioni analitiche. Quanto detto costituisce il *secondo stadio* della valutazione.

In conclusione, il valore dell'azienda scaturisce da due componenti:

- La sommatoria dei valori attuali dei flussi della previsione analitica;
- Il valore attuale del *terminal value*.

Di seguito si riportano le formule relative al metodo reddituale complesso secondo i due approcci *levered* e *unlevered*.

In caso di approccio *levered*, la formula applicativa è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^n}$$

dove:

R_t = redditi normalizzati attesi all'anno t ;

i = costo del capitale di proprietà;

n = periodo delle previsioni analitiche;

TV = *terminal value*.

Il valore dell'azienda è costituito dalla sommatoria dei redditi netti attualizzati a cui si aggiunge il *terminal value* attualizzato.

Nell'approccio *unlevered*, la formula si modifica come mostrato:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{NOPLAT_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} - PFN$$

dove:

n = periodo delle previsioni analitiche;

TV = *terminal value*;

$NOPLAT_t$ = risultati operativi normalizzati al netto delle imposte figurative;

$WACC$ = costo medio ponderato del capitale;

PFN = posizione finanziaria netta.

Il valore dell'azienda, in questo caso, è dato da tre componenti. Con riferimento alle prime due – la sommatoria dei valori attuali dei flussi della previsione analitica e il valore attuale del *terminal value* – valgono le medesime considerazioni espresse in caso di stime *levered*, ad eccezione del fatto che si sommano i redditi lordi ($NOPLAT$) attualizzati, anziché i redditi netti al loro valore attuale. In secondo luogo, il tasso di

sconto è identificato con il costo medio ponderato del capitale (WACC), anziché con il costo del capitale di proprietà. La terza componente è costituita dalla posizione finanziaria netta, che viene sottratta allo scopo di passare dall'*enterprise value* all'*equity value*.

Indipendentemente dall'approccio valutativo utilizzato, il valore dell'azienda scaturisce, comunque, da due momenti, rappresentati dal periodo delle previsioni analitiche e da quello della previsione sintetica a cui è riferibile il *terminal value*.

Nella stima del *terminal value*, oltre a considerare l'orizzonte temporale di vita illimitato dell'azienda, si possono formulare ipotesi diverse basate sulla natura dell'azienda e con essa coerenti. Le aziende che vengono valutate possono, infatti, presentare dinamiche espressive della loro capacità reddituale diverse tra di loro. Da un lato, infatti, si possono avere aziende che, dopo un certo periodo di crescita (*stato evolutivo*), raggiungono uno stadio stazionario (*steady state*); dall'altro si possono avere aziende la cui crescita continua anche al termine del suddetto periodo (*stato evolutivo*), benché ciò avvenga a ritmi più contenuti (*steady growth*). In questo secondo caso, emergono tassi di crescita ridotti, pari ad esempio al Pil. Si riportano, di seguito, le modalità di stima del *terminal value* nelle due ipotesi di *steady state* e di *steady growth*, analizzate nel caso di orizzonte di vita dell'azienda illimitato.

Nell'ipotesi di approccio *levered*, in condizioni di *steady state*, la stima del *terminal value* avviene applicando la seguente formula:

$$TV = \frac{R}{i}$$

dove:

R = reddito medio-normale prospettico "a regime";

i = tasso di remunerazione normale del capitale di proprietà.

Mantenendo l'approccio *levered*, nell'ipotesi di *steady growth*, si riscontra la formula di seguito riportata per la stima del *terminal value*:

$$TV = \frac{R_{n+1}}{i - g}$$

dove:

i = tasso di remunerazione normale del capitale di proprietà;

R_{n+1} = reddito medio prospettico del primo esercizio successivo al periodo delle previsioni analitiche;

g = tasso di crescita dei flussi considerati.

Nel caso di approccio *unlevered* e di ipotesi *steady state*, la formula per la determinazione del terminal value sarà:

$$TV = \frac{NOPLAT}{WACC}$$

dove:

NOPLAT = risultato operativo al netto delle imposte figurative “a regime”;

WACC = costo medio ponderato del capitale.

Nell’ultimo caso, quello di approccio *unlevered* e di ipotesi *steady growth*, la formula da impiegare è:

$$TV = \frac{NOPLAT_{n+1}}{WACC - g}$$

dove:

$NOPLAT_{n+1}$ = risultato operativo, al netto delle imposte figurative, del primo esercizio successivo al periodo delle previsioni analitiche;

WACC = costo medio ponderato del capitale.

g = tasso di crescita dei flussi considerati.

Il **metodo misto con stima autonoma dell’avviamento** (anche detto *metodo misto patrimoniale-reddituale*) risulta dalla combinazione dei due metodi precedenti e, per questo motivo, costituisce secondo alcuni una valida soluzione di compromesso. Il metodo in questione, pur non essendo esente da critiche sul piano teorico, è tuttavia dotato di una sua particolare validità applicativa. Esso si basa sull’assunto che il valore

dell'azienda derivi, in parte, da quello dei singoli elementi patrimoniali attivi e passivi e, in parte, dalla capacità reddituale del complesso aziendale. In sintesi, il valore corrente degli elementi patrimoniali e la redditività dell'azienda sono considerati simultaneamente nella stima della medesima. Tra le formule elaborate per rappresentare il criterio misto qui esaminato si segnala la seguente:

$$V = K + (R - i \cdot K) a_{\overline{n}|i}$$

dove:

V = valore dell'azienda;

K = capitale netto rettificato (ottenuto esprimendo gli elementi attivi e passivi del capitale ai valori correnti di sostituzione);

S = reddito differenziale medio (sovrareddito o sottoreddito);

R = reddito medio-normale prospettico;

i = costo del capitale di proprietà;

$a_{\overline{n}|i}$ = formula di capitalizzazione del reddito differenziale per «n» anni al tasso di capitalizzazione «i».

Dovendo valutare un'azienda in esercizio in quanto oggetto di trasferimento, per prima cosa si determina il valore corrente del complesso patrimoniale trasferito (K o K'). Successivamente, al valore patrimoniale così ottenuto si apporta una rettifica in aumento o in diminuzione, per tener conto dell'avviamento, positivo o negativo, espresso dal valore attuale del reddito differenziale (sovrareddito o sottoreddito) ottenuto per differenza tra il reddito atteso (R) nel periodo di riferimento (solitamente 3-5 anni) e la remunerazione normale del capitale investito (i · K). Sul piano pratico si può osservare che il metodo in questione presenta margini di incertezza minori di quelli riscontrati in altri metodi. Se è vero, infatti, che le difficoltà tipiche dei metodi reddituali, riguardanti la determinazione del reddito medio-normale prospettico e la scelta del tasso di capitalizzazione, non vengono meno, va detto però che tali elementi intervengono soltanto nella stima di uno dei due addendi presenti nel calcolo – il valore positivo o negativo dell'avviamento – assumendo, così, un peso meno rilevante. Per altro, il metodo misto è anche basato su quantità verificabili, quali le attività e le passività componenti la

sostanza patrimoniale al momento della negoziazione. Questo è uno dei motivi che spiegano il favore che la pratica professionale ha sempre dimostrato nei confronti di tale soluzione valutativa, soprattutto per le valutazioni di natura cautelare.

Con il *metodo finanziario dell'Unlevered Discounted Cash Flow*, la valutazione dell'azienda discende dalla capacità della stessa di generare flussi di cassa in futuro. Più precisamente, la stima dell'azienda deriva dalla somma algebrica di tre componenti: la sommatoria dei flussi monetari operativi attualizzati, il valore finale dell'azienda stessa al termine del periodo delle previsioni analitiche anch'esso attualizzato, e la posizione finanziaria netta (debiti finanziari – crediti finanziari – liquidità immediate). Per l'esattezza, dalla somma delle prime due componenti, che danno il cosiddetto *Enterprise Value* o *Firm Value*, si sottrae la terza. L'attualizzazione, in particolare, trattandosi di flussi di cassa operativi viene effettuata applicando il costo medio ponderato del capitale (WACC). La formula del *metodo finanziario (Unlevered Discounted Cash Flow)* in parola è la seguente:

$$W = \sum_{i=1}^n FCFO_i (1 + WACC)^{-i} + TV (1 + WACC)^{-n} - PFN$$

dove:

W = valore di stima dell'equity;

FCFO_i = flusso di cassa operativo all'anno «i»;

TV = valore residuale dell'azienda al tempo *n*;

n = periodo delle previsioni analitiche;

WACC = costo medio ponderato del capitale;

PFN = posizione finanziaria netta.

La stima dei FCFO_i viene condotta sulla base del seguente calcolo:

Reddito operativo (o EBIT)

- Imposte pro-forma

Reddito operativo al netto delle imposte pro-forma (o NOPLAT)

+ Ammortamenti

± Variazioni fondi

Flusso di C.C.N. gestione corrente

- Incremento del Capitale Circolante Operativo Netto

Cash flow della gestione corrente

- Incremento del Capitale Fisso (o CAPEX)

Cash Flow Operativo (o F.C.F.O.)

Con riferimento al “periodo delle previsioni analitiche”, si può dire che esso dovrebbe essere definito in modo tale che, al termine di tale periodo, l’azienda abbia raggiunto uno stadio di equilibrio. Vero è, infatti, che le metodologie di stima del valore residuo si basano di norma sulle seguenti ipotesi principali:

- L’azienda produce margini costanti, mantiene un tasso di rotazione del capitale investito costante e, pertanto, genera un tasso di rendimento sul capitale investito costante;
- L’azienda cresce a tassi costanti e reinveste nell’attività operativa la stessa proporzione dei flussi lordi generati annualmente;
- L’azienda ottiene un tasso di rendimento costante su tutti i nuovi investimenti.

D’altra parte, l’estendersi del periodo delle previsioni analitiche al di là di un certo arco temporale può causare un’eccessiva incertezza con riferimento alle stime delle grandezze economico-patrimoniali, dovute alle difficoltà di prevedere eventi e condizioni che si manifesteranno in un futuro lontano.

Nel *metodo finanziario* dell’*Unlevered Discounted Cash Flow*, i flussi attualizzati hanno natura operativa essendo destinati alla remunerazione di tutti i portatori del capitale, azionisti e finanziatori. Per l’attualizzazione dei predetti flussi, nonché del valore residuo, si deve utilizzare un tasso di attualizzazione rappresentativo del costo medio ponderato del capitale investito in azienda ossia il WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

Il WACC è calcolato applicando la seguente formula:

$$WACC = k_e \cdot \frac{E}{D+E} + k_d (1-t) \cdot \frac{D}{D+E}$$

dove:

E = capitale di proprietà (valore corrente di mercato);

D = debiti finanziari (valore corrente di mercato);

k_e = costo del capitale proprio;

k_d = costo del capitale di terzi;

t = aliquota delle imposte sul reddito.

Costo del capitale proprio

Il costo del capitale proprio (k_e) esprime il rendimento normale offerto da investimenti a titolo di capitale di proprietà in aziende caratterizzate dal medesimo profilo di rischio.

Secondo la migliore dottrina e la prassi professionale più accreditata, la stima del costo del capitale di proprietà può effettuarsi applicando il modello del “Capital Asset Pricing Model” (C.A.P.M.), che trova espressione nella formula di seguito indicata:

$$k_e = r_f + s = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

dove:

r_f = tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio;

s = premio per il rischio aziendale;

β = variabilità del rendimento dell'investimento rispetto al rendimento del mercato;

r_m = rendimento generale medio del mercato azionario;

$(r_m - r_f)$ = premio per il rischio generale di mercato.

Il beta (β) può essere determinato con modalità diverse. Nel caso di aziende quotate su mercati regolamentati, l'indice può essere determinato mediante una regressione lineare ottenuta ponendo in relazione il rendimento del titolo considerato con quello generale del mercato finanziario di riferimento. Il beta, in questo caso, è dato dal coefficiente angolare della retta di regressione. Nel caso, invece di società non quotate, il beta può essere derivato con riferimento a un paniere di aziende comparabili. Si procede in due fasi. In una prima fase (*processo di unlevering*), dai *beta levered* si ricavano i *beta unlevered* delle aziende comparabili applicando la seguente formula:

$$\beta_U = \beta_L / [1 + (1 - t) D/E]$$

dove:

β_U = beta unlevered (o beta operativo);

β_L = beta levered;

E = capitale di proprietà (valore corrente di mercato);

D = debiti finanziari (valore corrente di mercato);

t = aliquota fiscale.

Fatto ciò, dopo aver determinato il valore medio dei *beta unlevered* delle aziende comparabili, nella seconda fase (*processo di relevering*) si stima il beta levered della azienda oggetto di valutazione sulla base della sua struttura finanziaria, applicando la seguente formula:

$$\beta_{RL} = \beta_{U'} + \beta_{U'} \times (1-t) \times D/E$$

dove:

β_{RL} = beta relevered dell'azienda;

$\beta_{U'}$ = beta unlevered medio delle aziende comparabili;

t = aliquota fiscale;

D/E = rapporto debiti finanziari/capitale proprio dell'azienda (valori correnti di mercato).

Il suddetto processo può essere semplificato evitando di ricorrere alla ricerca dei dati su aziende comparabili se si dispone di *beta medi di settore*.

Il costo del capitale di debito (k_d) esprime il tasso medio a medio-lungo termine di remunerazione del capitale di terzi (tasso medio sui debiti onerosi esclusi dal calcolo dei flussi finanziari unlevered), alla luce delle attuali condizioni di mercato. Il costo considerato dovrà poi essere espresso al netto della fiscalità (t) della Società, per tener conto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari (scudo fiscale).

I tassi sopra riportati (k_c e k_d) rappresentando il costo opportunità di tutte le componenti del costo del capitale aziendale, azionario e di terzi, devono essere ponderati in relazione alla struttura finanziaria della società. Per definire i pesi da utilizzare ai fini della predetta ponderazione si possono seguire diversi metodi, secondo quanto suggerito dalla migliore dottrina e prassi professionale. Tra i principali:

- **metodo della struttura finanziaria in atto** (si basa sull'ipotesi che l'attuale struttura finanziaria, individuata sulla base dei valori di mercato del capitale proprio e del capitale di terzi, sia rappresentativa della struttura finanziaria tendenziale);
- **metodo della struttura media di settore** (tale approccio ipotizza che la struttura

finanziaria dell'azienda si allineerà nel tempo a quella media di settore);

- **metodo della struttura finanziaria futura** (la struttura finanziaria viene individuata effettuando previsioni esplicite sulla composizione prospettica del capitale aziendale).

Venendo alla stima del valore residuo (TV), va detto che la migliore dottrina suggerisce diversi approcci che, per altro, trovano riscontro anche nella prassi professionale più accreditata. In particolare, detto parametro valutativo può essere determinato mediante tecniche basate o no sui flussi di cassa scontati.

Nel caso di soluzioni fondate sui flussi di cassa scontati si può applicare la seguente formula:

$$TV = \frac{FCFO_{a \text{ regime}} \times (1+g)}{Wacc - g}$$

dove:

$FCFO_{a \text{ regime}}$ = flusso di cassa operativo (*free cash flow from operations*);

Wacc = costo medio ponderato del capitale;

g = tasso di crescita in perpetuità.

Il flusso di cassa operativo *a regime* che sarà generato dal complesso aziendale nel periodo successivo a quello delle previsioni esplicite, di norma viene stimato ipotizzando l'assenza di variazioni del capitale circolante operativo netto e l'uguaglianza tra ammortamenti e investimenti, ossia ipotizzando che l'azienda effettui investimenti volti al solo mantenimento della struttura produttiva.

Il tasso di crescita perpetua (g) può essere stimato pari o superiore al tasso atteso di inflazione. Nel primo caso si ipotizza una crescita reale nulla, diversamente dalla seconda ipotesi in cui si ha invece una crescita reale pari alla differenza tra g e il tasso medio di inflazione attesa.

Si può dire, da ultimo, che il metodo finanziario esaminato, pur connotandosi per una forte razionalità, denota anche una maggiore incertezza. Degno di particolare rilievo, infine, è il fatto che detto metodo, basandosi su un processo di attualizzazione, permette più di altri di valutare aziende in condizioni economiche evolutive.

I **metodi di mercato** si fondano sull'ipotesi che il valore dell'azienda sia determinabile

con riferimento ai prezzi negoziati in scambi di aziende simili sui mercati regolamentati (*multipli di borsa*) o in transazioni avvenute al di fuori del mercato (*multipli di transazioni comparabili*).

La valutazione, come nel caso delle altre metodologie valutative, si sviluppa in un processo logico, che può essere suddiviso nelle seguenti fasi:

- prima individuazione delle aziende comparabili (comparables);
- selezione delle aziende più simili a quella da valutare (pulizia del campione);
- scelta dei moltiplicatori utilizzabili nella valutazione;
- calcolo dei multipli delle società comparabili e dei multipli medi del campione;
- applicazione dei multipli per effettuare la stima.

In base all'approccio valutativo si possono distinguere *Multipli Equity Side* e *Multipli Asset Side*. I *Multipli Equity Side* consentono di stimare direttamente l'*Equity Value*, ossia il valore dell'azienda. I *Multipli Asset Side* permettono, invece, di valutare l'*Enterprise Value*, ossia il valore dell'azienda priva di indebitamento dal quale può ottenersi l'*Equity Value* sottraendo la posizione finanziaria netta. Sono *Multipli Equity Side*, ad esempio, il *P/E (Price/Earnings)*, il *P/BV (Price/Book Value)*, il *P/CF (Price Cash Flow)*, il *P/S (Price/Sales)*. Tra i *Multipli Asset Side* possiamo ricordare, invece, l'*EV/Ebit (Enterprise Value/Earnings before interest and taxes)*, l'*EV/Ebitda (Enterprise Value/Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)*, l'*EV/S (Enterprise Value/Sales)*.

Il valore di un'azienda scaturisce dal prodotto tra un moltiplicatore, opportunamente stimato, e la corrispondente grandezza (denominatore del multiplo) della società oggetto di valutazione. Questo metodo è detto "*quick and dirty*" (veloce e sporco) proprio perché rapido ma non sempre preciso. Va detto, per altro, che nel corso degli anni la metodologia è stata sempre più affinata tanto che, allo stato attuale, la sua applicazione richiede conoscenze tecniche del tutto particolari. Il metodo dei multipli si fonda sul presupposto che i prezzi negoziati sul mercato per società comparabili siano validi per stimare il valore di un'azienda. In altri termini, essi assumono come ipotesi di fondo la corrispondenza tra il valore dell'azienda e il prezzo effettivo di Borsa. Si tratta, a ben vedere, di un assunto forte, che chiama in causa il concetto di efficienza dei mercati. Ciò

premessi, è del tutto evidente che la metodologia appena descritta è tanto più valida quanto più sono efficienti i mercati da cui si attingono i dati. In tal caso, infatti, i prezzi di mercato sono indicatori più efficaci del valore delle aziende.

Degno di rilievo è che in passato ai multipli non veniva attribuita la stessa importanza riconosciuta alle altre metodologie e, per questo, essi erano considerati metodi secondari, da utilizzare solo per finalità di controllo dei risultati ottenuti applicando le metodologie ritenute principali: metodo finanziario, reddituale, patrimoniale, misto.

Con il tempo la situazione è cambiata. Allo stato, infatti, i multipli sono considerati al pari degli altri metodi.

* * *

Descritte le suddette metodologie valutative è bene ribadire che nessuna di esse può ritenersi in assoluto migliore di altre, vale a dire superiore ad altre sul piano della rispondenza ai principi di razionalità, obiettività e dimostrabilità che, secondo la migliore dottrina, dovrebbero orientare ogni processo valutativo volto alla determinazione del capitale economico. Ciò non fa che confermare la tesi per cui la scelta dei criteri di valutazione più opportuni debba essere fatta volta per volta, con riferimento alle finalità che presidono alla valutazione.

4.8. La scelta del metodo di valutazione

In precedenza, è stata fatta una rassegna dei principali procedimenti di valutazione teorizzati in dottrina e applicati nella pratica professionale, cercando di descriverne le caratteristiche salienti. Giunti a questo punto, si tratta di individuare la metodologia valutativa più appropriata al caso in esame.

Ai fini della scelta del metodo di valutazione va rilevato quando di seguito indicato:

- la stima concerne un'azienda che svolge attività di ristorazione in cui la componente patrimoniale, pur presente, è rappresentata unicamente dalle attrezzature e dagli arredi, tenuto conto che il locale non è in proprietà bensì in locazione, e non vi sono giacenze di magazzino dato che l'azienda è stata concessa in affitto a terzi e dunque le scorte residue sono di proprietà del

conduttore;

- l'azienda si trova in una fase di crisi in quanto la XX è sottoposta a procedura di liquidazione giudiziale;
- la valutazione non comprende i debiti e i crediti, i quali rimangono di pertinenza della procedura di liquidazione giudiziale.

In generale, considerata la scarsa dotazione patrimoniale e la dinamica dei flussi reddituali e finanziari dei ristoranti, risultano scarsamente applicabili i metodi patrimoniali. Mentre quelli misti patrimoniali – reddituali possono essere utilizzati in quanto contemperano le esigenze di valutare le dotazioni patrimoniali del ristorante, nonché il valore degli asset intangibili rappresentati dalla licenza per l'esercizio dell'attività e dell'avviamento commerciale.

Inoltre, la penuria di informazioni contabili, soprattutto prospettiche, influenza la scelta degli altri metodi utilizzabili nella stima del capitale economico dell'azienda in oggetto. Infatti, possono trovare difficilmente impiego quei metodi basati su dati previsionali, che non sono disponibili quando la società versa in procedura di liquidazione giudiziale.

Sulla base delle caratteristiche dell'azienda oggetto analisi e delle informazioni disponibili per la stima, si è quindi giunti alla conclusione di utilizzare nella presente stima il metodo misto patrimoniale-reddituale.

Tale metodologia, come detto in precedenza, ha il pregio di considerare contemporaneamente aspetti patrimoniali e reddituali, così da conciliare la maggiore obiettività e l'analiticità dei metodi patrimoniali con la considerazione delle prospettive di reddito dell'azienda, tipiche dei metodi reddituali.

In particolare, il sottoscritto ha ritenuto opportuno utilizzare il “metodo misto con stima autonoma dell'avviamento” descritto in precedenza.

Di seguito viene illustrata la valutazione dell'azienda di ristorazione di proprietà di XX utilizzando il predetto metodo misto.

4.9. Valutazione con il metodo misto patrimoniale-reddituale

Come evidenziato in precedenza, come metodo di valutazione dell'azienda oggetto della presente relazione è stato assunto quello misto patrimoniale-reddituale con attualizzazione limitata del reddito medio atteso, che è riassunto dalla formula seguente:

$$V = K + (R - i \cdot K) a_{\overline{n}|i}$$

dove:

V = valore dell'azienda;

K = valore del capitale netto dell'azienda;

R = reddito medio-normale prospettico;

i = costo del capitale di proprietà;

$(R - i \cdot K)$ = reddito differenziale medio dell'azienda (sovrareddito o sottoreddito);

$a_{\overline{n}|i}$ = formula di capitalizzazione del reddito differenziale per «n» anni al tasso di capitalizzazione «i».

La valutazione del capitale economico dell'azienda oggetto di stima mediante il metodo reddituale semplice, con orizzonte di vita illimitato, è articolata nelle seguenti

fasi:

- determinazione del patrimonio netto a valori correnti;
- determinazione dell'avviamento, mediante capitalizzazione limitata del sovrareddito;
- determinazione del valore dell'azienda come somma dei due predetti valori.

4.10. Determinazione del patrimonio netto a valori correnti

Come è stato evidenziato in precedenza, trattandosi di azienda di proprietà di una società che versa in procedura di liquidazione giudiziale, questa si compone unicamente di beni strumentali per l'esercizio dell'attività; di natura immateriale, quali licenza e avviamento commerciale; e di natura materiale quali attrezzature, arredi, impianti, ecc. (beni mobili).

Non comprende invece altri elementi dell'attivo quali crediti, disponibilità liquide, ecc., né tantomeno i debiti e le passività, che rimangono di esclusiva pertinenza della procedura di liquidazione giudiziale.

Per la determinazione del valore del capitale netto dell'azienda saranno pertanto presi in considerazione unicamente i beni mobili strumentali, in quanto gli elementi immateriali confluiranno nella valutazione dell'avviamento.

Per quanto riguarda la valutazione dei predetti beni mobili strumentali per l'esercizio dell'attività di ristorazione presso i locali in locazione posti in Montecatini Terme (PT), Via Simoncini n.2/E angolo, Corso Roma n. 112, si è fatto riferimento alla relazione dell'Istituto Vendite Giudiziarie (IS.VE.G. S.R.L.), sede di Pistoia, la quale ha attribuito agli stessi (al netto di quelli di proprietà dell'ex conduttore che, in quanto tali, non sono stati restituiti ai curatori) un valore complessivo "in opera" di € 44.250 e un valore di "asporto con vendita all'asta" di € 8.725 (Allegato 1).

Essendo la presente valutazione effettuata nell'ipotesi di continuità di esercizio dell'azienda, ai fini della determinazione del capitale dell'azienda si ritiene di fare riferimento al valore "in opera" dei beni strumentali materiali, pari a € 44.250.

4.11. Determinazione dell'avviamento

Una volta individuato il valore del patrimonio netto espresso a valori correnti (K), per la determinazione dell'avviamento il sottoscritto ha ritenuto di utilizzare la metodologia della capitalizzazione limitata del reddito medio normale atteso, che risulta articolata nelle seguenti fasi:

1. determinazione del reddito medio normale atteso (R)
2. determinazione della durata dell'avviamento (n)
3. determinazione del tasso di rendimento del capitale (i)
4. determinazione del sovrareddito ($R - i \cdot K$)
5. determinazione del tasso attualizzazione del sovrareddito (i')
6. attualizzazione del sovrareddito e calcolo dell'avviamento.

4.11.1. La determinazione del reddito medio normale atteso

Per quanto riguarda la determinazione del reddito medio normale atteso non è stato possibile utilizzare dati previsionali in quanto non disponibili, stante anche la situazione di liquidazione giudiziale in cui versa la Società.

Si è dunque fatto riferimento ai dati storici ed in particolare ai risultati reddituali evidenziati dalla Società negli anni 2021, 2022 e 2023 evidenziati in precedenza. Ciò in quanto si è evitato di considerare i risultati dell'anno 2020, perché non rappresentativi, dato che questo esercizio è stato caratterizzato da chiusura parziale del ristorante a fronte del lock-down imposto dalla pandemia di Covid-19.

Tuttavia, i predetti risultati 2021-2023 non possono essere considerati rappresentativi del valore potenziale del ramo d'azienda oggetto di valutazione in quanto sono stati realizzati a fronte di un modello di business, quello del "fishing lab" descritto in precedenza, che oltre ad essere un sistema di ristorazione del tutto particolare, non è stato più adottato dalla successiva gestione in affitto, anche perché ha mostrato tutte le sue debolezze, visti i risultati negativi a cui ha condotto. Detto modello di business probabilmente non ha funzionato in quanto veniva fornito un prodotto ed un servizio di valore superiore rispetto ai prezzi praticati, anche in considerazione dell'aumento del costo delle materie prime che si è verificato negli ultimi anni; da qui le ingenti perdite subite dalla XX e dalle altre società del gruppo che portavano avanti questo sistema innovativo di ristorazione.

Pertanto, si è ritenuto opportuno valutare l'azienda di ristorazione corrente in Montecatini T., Via Simoncini n.2/E, angolo Corso Roma, non sulla base dei risultati storici realizzati secondo il modello di business del "fishing lab", ma secondo un modello di ristorazione più "tradizionale", che tra l'altro ha caratterizzato la successiva gestione in affitto d'azienda (che non ha utilizzato il marchio e l'insegna "fishing lab").

Ciò consentirà di valorizzare al meglio gli elementi che contraddistinguono l'azienda oggetto di valutazione, ovvero la posizione "commerciale", presso un locale che in

passato ha ospitato un noto ristorante di Montecatini (“San Francisco”) conosciuto anche fuori regione, l’organizzazione e la struttura aziendale tipica di un locale in esercizio, nonché l’avviamento commerciale.

La licenza è infatti uno degli elementi chiave che contribuiscono a formare l’avviamento di un’azienda commerciale di ristorazione, pur non essendo l’unico perché altri fattori che possono influire sullo stesso sono la posizione del locale, la sua notorietà e la sua reputazione.

Di conseguenza, per individuare il reddito medio potenziale dell’azienda oggetto di valutazione si è fatto riferimento alla redditività di aziende di ristorazione simili presenti nel Comune di Montecatini Terme.

Utilizzando la banca dati “AIDA” realizzata e distribuita da Bureau van Dijk S.p.A., contenente i bilanci, i dati anagrafici e merceologici di tutte le società di capitale italiane, sono state selezionate le società di capitali che hanno codice attività Ateco principale quello n. 5610 - Ristoranti e attività di ristorazione mobile.

Da tale ricerca è emerso un campione di n. 114 società a fronte del quale è stata effettuata una ulteriore selezione analitica per escludere le società con fatturati sensibilmente diversi rispetto a quelli di XX, le società che gestiscono particolari tipologie di ristoranti (es. “etnici”), le società che pur avendo sede a Montecatini gestiscono ristoranti in altri comuni della Toscana e le società in liquidazione o che comunque hanno cessato l’attività di ristorazione.

Da tale ulteriore selezione sono emerse n. 8 società altamente comparabili a XX per ubicazione, dimensioni e tipologia di ristorazione, i cui risultati reddituali sono evidenziati nella tabella seguente.

Num. Soc.	DENOMINAZIONE SOCIETA'	UTILE NETTO		
		2023	2022	2021
1	LA ... SRL		-49.832	31.827
2	.. S.R.L.	5.921	21.286	47.850
3	RISTORANTE	78.334	81.790	15.484
4	BAR ..S.R.L.	9.096	4.660	538
5	ENOTECA SOCIETA' A RESPON	13.391	3.921	47.552
6	..S.R.L.	15.959	9.035	26.346
7	..SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITA	682	-1.877	
8	... S.R.L.	1.887	-17.254	-23.728

Sono state poi eliminate le società con risultati negativi, in quanto sintomo di una situazione di crisi o comunque di difficoltà aziendale, e dunque il campione è stato ridotto a n. 5 società, come da tabella seguente.

Num. Soc.	DENOMINAZIONE SOCIETA'	UTILE NETTO		
		2023	2022	2021
2	... S.R.L.	5.921	21.286	47.850
3	RISTORANTE ...	78.334	81.790	15.484
4	BAR ...I S.R.L.	9.096	4.660	538
5	ENOTECA ... SOCIETA' A RESPO	13.391	3.921	47.552
6	.. S.R.L.	15.959	9.035	26.346

È stata poi calcolata la media dei risultati netti di bilancio delle suddette cinque società per il periodo 2021-2023, calcolo che ha prodotto un risultato di € 25.411 che è stato ritenuto un valore rappresentativo del reddito normale atteso, in termini reali, del ramo d'azienda oggetto di valutazione, in quanto elaborato sulla base di un campione di imprese altamente comparabili con XX.

Per verificare la congruità di tale reddito normale atteso sono state comunque effettuate ulteriori verifiche prendendo a riferimento la redditività media delle aziende del settore della ristorazione in Toscana (codice ATECO 56 - “attività dei servizi di ristorazione”) come ricavata dalle banche dati ISTAT (“Risultati economici delle imprese”).

In particolare, dai dati ISTAT relativi a fatturato, valore aggiunto, costi per acquisto di beni e servizi e spese per salari e stipendi, disponibili fino al 2021, è stato ricavato il MOL medio delle unità locali esercenti attività di ristorazione in Toscana per gli anni dal 2017 al 2021.

Dal MOL medio sono state sottratte le imposte (aliquota media 30%) per determinare il reddito netto (tralasciando l'incidenza degli oneri finanziari in quanto, come detto, l'azienda è valutata senza passività). Nel calcolo della media è stato escluso il dato del 2020 in quanto non rappresentativo, dato che l'esercizio è stato caratterizzato da chiusura parziale del ristorante a fronte del lock-down imposto dalla pandemia di Covid-19. La tabella seguente riassume i risultati ottenuti.

REDDITO MEDIO	2017	2018	2019	2020	2021
Euro					
MOL medio aziende ristorazione Toscana	38.156	39.898	41.038	14.053	24.438
Imposte sul MOL (30%)	-11.447	-11.969	-12.311	-4.216	-7.331
Reddito netto	26.709	27.929	28.727	9.837	17.107
Reddito medio 2017-2021 escluso 2020	25.118				

Dall'analisi è emerso un risultato medio dopo le imposte delle aziende toscane della ristorazione di € 25.118, che risulta assolutamente in linea con il reddito normale atteso di € 25.411 precedentemente identificato per l'azienda oggetto di valutazione.

4.11.2. La determinazione della durata dell'avviamento

Per quanto riguarda la stima della durata dell'avviamento, ai fini dell'attualizzazione del sovrareddito, si è assunto prudenzialmente un arco temporale di tre anni.

4.11.3. La determinazione del tasso di rendimento del capitale

Il costo del capitale proprio (K_e) esprime il rendimento normale offerto da investimenti a titolo di capitale di proprietà in aziende caratterizzate dal medesimo profilo di rischio. Esso è assunto in termini reali, in coerenza con il reddito normale atteso. Secondo la migliore dottrina e la prassi professionale più accreditata, la stima del costo del capitale di proprietà può effettuarsi applicando il modello del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Nelle società non quotate di piccole e medie dimensioni, la formula CAPM viene, però, modificata introducendo un premio addizionale per le dimensioni ridotte (*Small Size Premium*).

Si applica, così, la formula di seguito riportata:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + SSP$$

dove:

K_e = costo del capitale di proprietà;

R_f = rendimento di investimenti privi di rischio (*Risk-Free Rate*);

β = coefficiente *Beta Levered* che esprime il grado di rischio sistematico stimato per l'azienda;

R_m = rendimento atteso di mercato;

$(R_m - R_f)$ = premio per il rischio generale di mercato (*Market Risk Premium*);

SSP = premio addizionale per la dimensione ridotta (*Small Size Premium*);

In particolare, ai fini della valutazione del ramo d'azienda si è ritenuto di prendere in considerazione i seguenti parametri.

- R_f : il tasso di rendimento delle attività prive di rischio è stato determinato in misura pari al 3,22%, corrispondente al tasso di rendimento annuo dei titoli di stato a 10 anni (rendimento lordo BTP scadenza 1/8/2034 - fonte il Sole24Ore del 13/12/2024). Il tasso di inflazione "I" è stato assunto nella misura del 2% in linea con le previsioni per l'anno 2025. Pertanto, il tasso di rendimento delle attività prive di rischio (3,22%) depurato dell'inflazione (2,00%), ovvero in termini reali, è pari all'1,20% [calcolato secondo la formula $R_{fr} = (1+R_f)/(1+I)-1$].
- R_m : il tasso di rendimento di mercato è stato determinato in misura pari all'8,00%, corrispondente alla somma del tasso di rendimento delle attività prive di rischio in termini reali (1,20%) e un premio di rischio del 6,80% (corrispondente all'Equity Risk Premium per l'Italia calcolato in base al rating - fonte A. Damodaran on-line – luglio 2024).
- β : il coefficiente di rischio è stato determinato in 1,25, corrispondente al "beta levered" medio del paniere delle aziende quotate del settore "Restaurant/Dining" a livello europeo (fonte A. Damodaran on-line – gennaio 2024);
- SSP: si tratta dell'incidenza dalla maggiore rischiosità tradizionalmente insita in strutture aziendali di dimensioni contenute. Nel caso di specie il rischio specifico addizionale per la dimensione ridotta dell'azienda è stato stimato nella misura del 3%. Risolvendo la formula del CAPM sulla base delle predette variabili si ricava un tasso di remunerazione del capitale in termini reali pari al 12,70%.

La tabella seguente riassume il calcolo del tasso remunerazione del capitale proprio.

Costo del capitale proprio (CAPM)

	Risk free rate ante imposte (nominale)	3,22%
	Tasso di inflazione	2,00%
A	Risk free rate ante imposte (reale)	1,20%
	Premio di mercato	6,80%
	Rendimento di mercato	8,00%
	Coefficiente beta levered	1,25
B	Premio per il rischio	8,50%
C	Rischio specifico	3,0%
A+B+C Costo del capitale proprio (reale)		12,70%

4.11.4. Determinazione del sovrareddito

Moltiplicando il valore del patrimonio del ramo d'azienda di € 44.250 per il tasso di remunerazione del capitale investito pari al 12,70%, si ottiene una remunerazione medio-normale del capitale investito nel ramo d'azienda di € 5.618, contro un reddito medio normale atteso di € 25.411 come individuato in precedenza. Dunque, l'azienda oggetto di valutazione ha la capacità di realizzare un sovrareddito annuo rispetto al valore delle sue dotazioni patrimoniali di beni mobili pari a € 19.793.

4.11.5. Determinazione del tasso di attualizzazione del sovrareddito

Per la determinazione del tasso di attualizzazione (i^{\wedge}), in termini reali, è stato utilizzato il tasso di rendimento delle attività prive di rischio pari al 3,22%, come determinato in precedenza, depurato dell'inflazione del 2% e dunque si è assunto un tasso di attualizzazione in termini reali pari allo 1,20%.

4.11.6. Attualizzazione del sovrareddito

Attualizzando il sovrareddito dell'azienda di € 19.793 per un periodo di 3 anni al tasso dell'1,20% emerge un valore dell'avviamento commerciale pari a € 57.986.

4.12. Determinazione del capitale economico dell'azienda

La valutazione con il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento conduce ad un valore dell'azienda pari a € 102.236, corrispondente alla somma del valore del patrimonio di € 44.250 e dell'avviamento di € 57.986.

Si può, dunque, concludere che il valore del capitale economico dell'azienda di ristorazione della XX alla data del 30 novembre 2024, stimato con il metodo misto patrimoniale-reddituale, è pari a € 102.236, valore che viene arrotondato in € 100.000.

La tabella seguente riassume l'intero processo di valutazione.

Patrimonio netto rettificato	K	44.250
Durata dell'avviamento	n	3
Tasso di attualizzazione	i'	1,20%
Funzione di attualizzazione	ani'	2,930
Reddito medio normalizzato	R	25.411
Tasso remuner. cap. inv.	i	12,70%
Remunerazione normale capit.	i*K'	5.618
Sovrareddito (sottoreddito)	(R - iK')	19.793
Goodwill (Badwill)		57.986
EQUITY VALUE (W)		102.236

5. CONCLUSIONI

All'esito del lavoro svolto, tenuto conto dell'oggetto e della finalità della valutazione (v. § 4.1), della configurazione di valore, della prospettiva di stima nonché del presupposto di valutazione che si è deciso di assumere (v. § 4.2), della documentazione e delle informazioni disponibili (v. § 4.5), dei limiti indicati nella presente relazione (v. § 4.6), considerati il risultato delle analisi e dei calcoli svolti, il sottoscritto ritiene di attribuire al capitale economico dell'azienda di ristorazione di XX S.r.l., con lo scopo di essere posta in vendita a mezzo asta competitiva da parte della procedura di liquidazione giudiziale, un valore di **€ 100.000,00** (Euro centomila/00).

Si sottolinea che tale valore, individuato nell'ambito del presente lavoro, in virtù della natura e delle specifiche finalità dell'incarico ricevuto, deve essere interpretato e utilizzato esclusivamente alla luce degli scopi ivi previsti.

Il sottoscritto, confidando di aver fedelmente adempiuto all'incarico ricevuto, ringrazia il committente per la fiducia accordatagli, restando a completa disposizione per ogni eventuale chiarimento sulle risultanze emerse.

Pistoia, 16 dicembre 2024

L'ESPERTO INCARICATO

Dott. Fabio Giommoni

Fabio Giommoni

Allegato:

- 1) Relazione di inventario e di stima dei beni mobili redatta da Is.Ve.G. S.r.l.



TRIBUNALE DI PISTOIA

INTEGRAZIONE/RETTIFICA VERBALE DI INVENTARIO
DELLA LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE XX S.R.L.
35/2024Giudice Delegato: **Dott. Garofalo Sergio**Curatore: **Dott.ssa Silvia Strazzari**Curatore: **Dott. Silvio Nannotti**Curatore: **Dott.ssa Silvia Melani**

L'anno 2024, il giorno 26 del mese di novembre alle ore 15.00 il **Dott. Silvio Nannotti e la Dott.ssa Silvia Strazzari** curatori della liquidazione giudiziale in epigrafe, si sono recati, presso i locali in Via Simoncini n. 2/E, angolo Corso Roma, Montecatini Terme (PT), allo scopo di ottenere la riconsegna del ramo aziendale dalla società conduttrice XX S.r.l.s. E' presente il Sig. XX quale legale rappresentante di XX S.r.l.s.

I Curatori procedono in contraddittorio con il Sig. XX alla verifica dei beni a suo tempo inventariati ed alle condizioni dei locali. Si dà atto che non sono presenti i beni barrati nel seguente elenco per i quali il Sig. XX ha dichiarato "essere presso XX Srl, Via XX Montale". I curatori si sono riservati "di tutelare le ragioni della curatela in merito ai beni mancanti".

INV.	DESCRIZIONE BENI	VAL ASPORTO
	CUCINA	
1	Banco frigo in acciaio inox con sportello e 2 cassetti frigo + cassetto, privo di marca (06)	170,00
2	Banco frigo in acciaio inox con 2 sportelli marca QCold Refrigeration	140,00
3	N. 2 piccoli tavoli da lavoro in acciaio inox con 2 ripiani di cui 1 marca Mareno	80,00
4	Alzata in acciaio inox con 2 ripiani di circa mt. 3, porta stoviglia	80,00
5	Mensola in acciaio inox di circa cm. 200	30,00
6	Bollitore per pasta in acciaio inox, privo di marca, CE *****	80,00
7	Bollitore per pasta in acciaio inox marca Mareno, CE	80,00
8	Cucina industriale in acciaio inox a 6 fuochi, priva di marca, CE *****	450,00

INV.	DESCRIZIONE BENI	VAL ASPORTO
9	Grande cappa in acciaio inox di circa cm. 250x200 completa di aspirazione ed illuminazione, CE	250,00
10	Tavolino da lavoro in acciaio inox con 2 ripiani marca Mareno	50,00
11	Banco da lavoro in acciaio inox con 2 ante scorrevoli, termostato per riscaldare piatti	140,00
12	Alzata in acciaio inox con ripiano e plafoniera per tenere in caldo piatti da servire	80,00
13	Banco frigo di circa cm. 250 con 4 sportelli marca BSI (03)	190,00
14	Friggitrice in acciaio inox marca Elframo, CE	150,00
15	Banco in acciaio inox con piastra riscaldante e ripiano sottostante marca Zanussi	140,00
16	Piastra ad induzione marca Beckers, CE	40,00
17	Banco frigo in acciaio inox con 2 cassette marca Mareno (04)	120,00
18	Friggitrice in acciaio inox da banco marca Hendi, CE ****	60,00
19	Forno elettrico per teglie in acciaio inox marca Rational, mod. SCC WE 61, matricola E61SI17012566911, CE	250,00
20	Abbattitore di temperatura in acciaio inox marca Atosa, CE ****	240,00
21	Tavolinetto da lavoro in acciaio inox	30,00
22	N. 3 cappe in acciaio inox di varie dimensioni con aspirazione, prive di marca	240,00
23	Lavello in acciaio inox ad 1 buca con rubinetto, 3 cassette e vano a giorno, rubinetto azionamento a pedale	110,00
24	Vasca in acciaio inox refrigerante da banco Cool Head di circa cm. 150, CE (05)	90,00
25	Banco frigo in acciaio inox con 2 sportelli marca Atosa	130,00
26	N. 2 mensole in acciaio inox	30,00
27	Fornetto a microonde Whirlpool, N. 2 pentole cuoci riso Sushi Pot e Cuckoo, Bimby Vorwerk ****	100,00
28	Tavolo in acciaio inox con 1 ripiano con 2 zampe e parte laterale ancorata al muro	30,00
29	Lavastoviglie in acciaio inox priva di marca, maniglia rotta	60,00
30	Lavello in acciaio inox ad 1 buca con rubinetto e ripiano sottostante, privo di marca, azionamento a pedale	100,00
31	N. 2 mensole in acciaio inox, circa 120/130	35,00
32	Lavastoviglie a cappotto in acciaio inox marca Krupps Advance, CE	190,00
SALA POSTAZIONE PIZZERIA		
33	Bancone in legno per pizzeria ad angolo in finta muratura con ripiano in legno e frontale decorato con all'interno forno a legna di circa cm. 250x250	500,00
34	Tavolinetto basso in acciaio inox di forma quadrata	25,00
35	Forno elettrico in acciaio inox marca NEVO, CE ****	90,00
36	Lavello in acciaio inox ad 1 buca marca Mareno, rubinetto azionamento a pedale	90,00
37	Banco frigo in acciaio inox a 3 sportelli con piano in marmo marca Amtek ****	140,00
38	Banco frigo in acciaio inox a 5 sportelli con piano in marmo, privo di marca (09)	180,00
SALA RISTORANTE		
39	Vetrina frigo bassa di colore nero con 6 sportelli a vetro, scorrevoli, per alloggio bottiglie marca FSI, CE ****	220,00
40	N. 8 tavolinetti in legno massello; mobiletto a 2 ante di colore bianco; piccolo carrellino su ruote porta vivande	50,00
41	N. 3 tavoli tondi e n. 21 fra quadrati e rettangolari con piano in legno e struttura in metallo da sala ristorante	290,00
42	Circa 100 poltroncine in vilpelle di colore beige di cui 36 con braccioli in legno e 60 senza, sparse in tutti i locali ed in piccola parte in magazzino (4) + n. 6 sgabelli	600,00
43	Illuminazione locali con 18 lampadari ad 1 luce con paralume tipo alveare, n. 5 appliques a muro nella parte esterna, n. 2 piantane stesso tipo, n. 1 appliques a parete tipo marinaro, lampadario a sospensione in legno con 7 lampadine pendenti	300,00

INV.	DESCRIZIONE BENI	VAL ASPORTO
44	N. 4 specchi a muro di varie dimensioni entro cornice in legno dorata ****	40,00
45	N. 2 tavolini da fumo di forma rotonda con piano a vetro con foto in b/n della vecchia Montecatini, rivestiti in vilpelle colore marrone	50,00
46	Grande tavolo tipo fratino in legno di forma rettangolare, struttura in metallo, misure circa cm. 250	100,00
47	Struttura bancone bar ad angolo in finta muratura con ripiano in legno e rivestimento frontale decorato, mensole in legno a soffitto con ripiani porta bottiglie ed illuminazione, con all'interno banco frigo in acciaio inox con 4 cassette di circa cm. 300, n. 2 buche circolari per lavello con rubinetto, vano a giorno; retro banco con piano in marmo con banco frigo in acciaio inox con 4 sportelli a vetro con all'interno vani porta bottiglie; banco in acciaio inox con cassetto per sostegno macchina da caffè; cassettera laterale in legno a 5 cassette, pedana	1.700,00
48	Lavabicchieri in acciaio inox marca Faber Luk, CE ****	90,00
49	Postazione cassa ad angolo in finta muratura con ripiano in legno e rivestimento frontale decorato e dorato, illuminazione	100,00
50	Cassa con n. 2 stampanti per scontrini marca SC, visore Epson, cassetto in metallo porta banconote; n. 6 lampade ricaricabili; telefono cordless; n. 3 tablet iPad Apple di varie dimensioni ****	150,00
51	Impianto audio per la diffusione della musica in tutti i locali composto da amplificatore Phonic, equalizzatore Pro Audio MZX84, n. 2 finali Crown XLS 1000, n. 10 casse audio JBL al piano terra, n. 4 casse audio più piccole JBL al piano seminterrato	140,00
	INGRESSO	
52	Mobile credenza in legno grezzo con 2 ante scorrevoli; piantana in legno grezzo ad 1 luce con paralume in stoffa; mensola in legno grezzo di circa cm. 200, n. 2 finte lanterne a pavimento + altre 2 all'esterno	190,00
53	Impianto condizionamento marca Hokkaido composto da n. 4 split interni con telecomando ed unità refrigerante esterna	400,00
	LOCALE RISTORANTE PIANO SEMINTERRATO	
54	Tv color a parete marca Samsung circa 50", vecchio modello, con telecomando	40,00
55	Tv color marca Hisense modello 55A69K, con telecomando ****	90,00
56	Credenza in legno tipo dispensa laccata grigia a 5 cassette e 5 sportelli e ripiano colore marrone, incassata nel muro	25,00
57	Mobile in legno laccato bianco con colonnine laterali raffigurante finto caminetto	50,00
58	Tavolinetto in legno con piano di forma circolare e 3 zampe, laccato e dorato	15,00
59	Piantana in ottone con paralume in tessuto ad 1 luce, n. 2 appliques in ottone, piccolo orcio in terracotta, specchio rettangolare a muro entro cornice in legno e decori	25,00
60	Divano in vilpelle a 2 posti di colore marrone in parte deteriorato	15,00
	LOCALE MAGAZZINO PIANO SEMINTERRATO	
61	Scaffalatura in metallo bianco a 3 montanti ed 8 ripiani, scaffalatura in metallo grigio a 3 montanti e 7 ripiani, scaffalatura in metallo grigio a 3 montanti ed 8 ripiani, n. 5 piccoli scaffaletti di colore nero in pvc	50,00
62	Scrivania in legno laminato di forma rettangolare e cassettera a 4 cassette	10,00
63	Pc portatile marca HP con carica batterie, stampante marca Samsung mod. Xpress M270FW, n. 2 video per pc di cui 1 marca Philips e l'altro marca LG, centralina per videosorveglianza Hik Vision	50,00
	LOCALE MAGAZZINO FRIGORIFERI PIANO SEMINTERRATO	
64	N. 2 vecchie celle frigorifere ad 1 sportello cadauna con pareti coibentate marca GEC Arredo, scaffali all'interno (15) e (16)	400,00
65	Frigo in acciaio inox a colonna ad 1 sportello marca Zanussi (01)	140,00
66	Vecchio congelatore a pozzetto di forma rettangolare marca Easy con sportello a ribalta (17)	15,00

INV.	DESCRIZIONE BENI	VAL ASPORTO
67	Lavello in acciaio inox a 2 buche e sgocciolatoio	25,00
68	Tavolo da lavoro in acciaio inox di forma rettangolare privo di marca	30,00
69	Vasca per refrigerazione cibi in acciaio inox marca Future, mod. ESL3890GR, CE	90,00
70	Macchina per sottovuoto in acciaio inox marca Waage, mod. ST 35, s/n 06223, CE ****	150,00
71	Affettatrice elettrica in acciaio inox marca OMS tipo TGA350, n. 2238/2005, CE ****	170,00
72	N. 3 frigoriferi a pozzetto rettangolari per prodotti congelati con sportelli sul piano a vetro scorrevoli (22, 20, 18)	90,00
73	N. 2 vecchi congelatori a pozzetto di colore bianco di cui 1 rettangolare (21) e l'altro quadrato CHIQ, sportello a ribalta	25,00
74	N. 2 scaffalature in metallo grigio a 2 montanti e 4 ripiani cadauna	10,00
	LOCALE SPOGLIATOIO PERSONALE PIANO SEMINTERRATO	
75	N. 9 armadietti in metallo spogliatoio ad 1 sportello cadauno	45,00
	DEHORS ESTERNO LUNGO PARETI LOCALE	
76	N. 12 tavolinetti in metallo con piano in legno laminato di forma quadrata e n. 12 sedie in metallo di colore marrone	140,00
77	N. 20 poltroncine in pvc grigio con braccioli rivestiti in legno marrone (di cui 10 all'interno magazzino esterno)	100,00
78	N. 6 vasi porta piante in pvc di colore grigio, n. 2 vasi porta piante in ceramica all'interno di forma trapezio	20,00
79	Struttura composizione tenda su 2 lati ad angolo per uno sviluppo totale di circa mt. 35 ed una profondità di circa mt. 1,50 con intelaiatura in metallo laccato bianco e telone a copertura in pvc di colore giallo di forma stondata	370,00
80	Vario quantitativo presente in tutti i locali di stoviglieria, posateria, piatti, bicchieri, vassoi, pirofile, attrezzi a servire ecc. ****	200,00
	MAGAZZINO ESTERNO NELLA CORTE	
81	N. 8 scaffalature in alluminio anodizzato a 4 ripiani cadauna, piccola scaffalatura in metallo grigio a 2 montanti	50,00
82	N. 2 affettatrici elettriche in acciaio inox di cui 1 marca Omega e l'altra marca Sirman, dubbio funzionamento	30,00
83	Fabbricatore di ghiaccio a cubetti in acciaio inox marca Brema ****	100,00
84	Fabbricatore di ghiaccio in acciaio inox marca Icematic, dubbio funzionamento	70,00
85	Vari beni ammassati alla rinfusa ed in parte smontati di cui: tavoli, ombrellone lampadario a gocce in vetro, n. 2 ventilatori elettrici a colonna	20,00
86	Cella frigorifera con pareti coibentate priva di marca di circa cm. 180x180, al momento inutilizzata (27)	250,00
87	N. 12 sedie da esterno di colore marrone con rivestimento intrecciato; n. 2 piantane in metallo nero con lampade riscaldante (all'interna della cella frigorifera)	70,00
88	Vetrinetta frigo a colonna con sportello a vetro per alloggio bottiglie marca Frigoglass PROPRIETA' DI TERZI	COMODATO D'USO
89	N. 2 vetrinette frigo a colonna con sportello a vetro per alloggio bottiglie marca Cool-Wise modello TKG 390 CBS, CE (di cui 1 nel locale magazzino esterno ed 1 nel locale frigoriferi seminterrato) entrambe con scritta "SIBE" PROPRIETA' DI TERZI	COMODATO D'USO
90	Macchina da Caffè marca LA CIMBALI, matricola 068407 + macina caffè elettrico marca Mazzer, matricola 087168 PROPRIETA' DI TERZI	COMODATO D'USO

Il valore totale dei beni mancanti e barrati nell'elenco sopra riportato risulta pari ad Euro 3.540,00 in caso di asporto con vendita all'asta competitiva ed Euro 17.700,00 in caso di vendita in opera.

Pertanto, il valore dei beni inventariati al netto dei beni barrati, risulta pari come di seguito esposto:

- Valore totale dei beni in caso di asporto con vendita all'asta competitiva € 8.850,00
- Valore totale beni in Opera € 44.250,00

Dott.ssa Silvia Strazzari

Dott. Silvio Nannotti

Dott.ssa Silvia Melani